



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

FELIPE LEVIS ALAMBERT  
114162344

**VALUATION POR MÚLTIPLOS: UM ESTUDO DE CASO DOS  
GRANDES VAREJISTAS BRASILEIROS**

RIO DE JANEIRO  
2021

FELIPE LEVIS ALAMBERT  
114162344

**VALUATION POR MÚLTIPLOS: UM ESTUDO DE CASO DOS GRANDES  
VAREJISTAS BRASILEIROS**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado à Faculdade de Administração  
e Ciências Contábeis da Universidade  
Federal do Rio de Janeiro, como parte dos  
requisitos necessários à obtenção do grau  
de bacharel em Administração

Orientador: Alexis Cavichini

**RIO DE JANEIRO  
2021**

“O mercado financeiro é um mecanismo para transferir o dinheiro dos impacientes para os pacientes”. (Warren Buffet)

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer a todos meus colegas da UFRJ e principalmente a todas amizades que construí enquanto estive na faculdade. Tenho certeza que muitos amigos irão me acompanhar pelo resto da vida e continuar compartilhando momentos especiais e a paixão pela área de Administração como um todo.

Gostaria também de agradecer imensamente ao Professor Alexis Cavichini, o qual foi, sem dúvidas, uma verdadeira fonte de inspiração para mim e muitos outros alunos interessados pelo mundo dos negócios e o mercado financeiro. Ao compartilhar as suas experiências e conhecimentos, acabou por incentivar muitos alunos a buscarem uma carreira nessa área.

## RESUMO

Este trabalho tem como objetivo a aplicação do método de *Valuation* por múltiplos em um caso prático. Para isso, irei analisar a Magazine Luiza e compará-la a mais quatro empresas do setor de varejo que estão presentes no índice Bovespa (principal índice de ações brasileiro) e também operam como *marketplaces*. O método de *Valuation* por múltiplos, que também é conhecido com avaliação relativa por alguns autores, é utilizado para realizar uma comparação entre os principais indicadores financeiros de empresas que tenham uma importância e tamanho similares e que estejam operando no mesmo setor. O cenário macroeconômico atual, que ainda sofre com a insegurança gerada pela COVID-19 e pela crise econômica catalisada por ela, está rodeado por incertezas em diversos setores da economia. Devido a isso, os métodos que avaliam a situação financeira de empresas e procuram estimar seu valor se tornaram ainda mais necessários para indivíduos e entidades que demonstram interesse em investir nelas através de, por exemplo, meios convencionais como a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), a bolsa de valores brasileira sediada na cidade de São Paulo. No presente trabalho, será usado o método citado acima para averiguar como a Magazine Luiza se posiciona em relação a outras empresas do setor de varejo e avaliar se, entre os seus pares, ela representa uma boa oportunidade de investimento.

Palavras-chave: *Valuation* por Múltiplos. Avaliação Relativa. Magazine Luiza. Varejo.

## ABSTRACT

*This work aims to apply Valuation using Multiples method in a practical case. In order to achieve this, I will analyze Magazine Luiza and compare it to four other companies in the retail industry that are included in the Bovespa index (main Brazilian stock index) and also have marketplace operations. The Valuation using Multiples method, which is also known as relative valuation by some authors, is used to conduct a comparison between the main financial indicators of companies that have similar importance and size and that operate in the same industry. The current macroeconomic scenario, which still suffers from the instability generated by COVID-19 and the economic crisis catalyzed by it, is surrounded by uncertainties in several sectors of the economy. Due to this, methods that assess the financial situation of companies and try to estimate their value have become more important to individuals and entities that show interest in investing in them through, for example, conventional means such as B3 (Brasil Bolsa Balcão), the Brazilian stock exchange headquartered in the city of São Paulo. In the present work, the method mentioned above will be used to find out how Magazine Luiza is positioned in relation to other companies in the retail industry and to evaluate whether, among its peers, it represents a good investment opportunity.*

*Key-Words: Valuation using Multiples. Relative Valuation. Magazine Luiza. Retail.*

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Resumo dos Modelos de Avaliação .....	14
Figura 2 - Resumo das Opções.....	32

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Características de empresa e seleção do modelo de avaliação relativa ..	16
Tabela 2 - Empresas Analisadas e seus códigos.....	25
Tabela 3 - Resultado do Índice P/L .....	28
Tabela 4 - Resultado do Índice EV/EBITDA.....	29
Tabela 5 - Resultado do Índice EV/GMV.....	29
Tabela 6 - Resultado do Índice P/VPA .....	30
Tabela 7 - Resultado do Índice ROE.....	30
Tabela 8 - Resultado do Dividend Yield .....	31
Tabela 9 - Resumo das Opções.....	32



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>13</b>
<b>2.1</b>	<b>Avaliação de empresas .....</b>	<b>13</b>
<b>2.2</b>	<b>Valuation por Múltiplos ou Avaliação Relativa .....</b>	<b>14</b>
<b>2.3</b>	<b>Índices a serem usados .....</b>	<b>16</b>
2.3.1	Preço / Lucro (P/L).....	17
2.3.2	Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EV/EBTIDA) .....	17
2.3.3	Enterprise Value / Gross Merchandise Value (EV/GMV) .....	18
2.3.4	Preço / Valor Patrimonial por Ação (P/VPA) .....	18
2.3.5	Return of Equity (ROE) .....	19
2.3.6	Dividend Yield.....	19
<b>2.4</b>	<b>Contexto geral do setor de varejo.....</b>	<b>20</b>
2.4.1	Empresas analisadas.....	21
2.4.1.1	Magazine Luiza .....	21
2.4.1.2	Lojas Americanas .....	21
2.4.1.3	Via Varejo .....	22
2.4.1.4	B2W Digital .....	22
2.4.1.5	Grupo Pão de Açúcar .....	23
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA.....</b>	<b>24</b>
<b>3.1</b>	<b>Tipo de pesquisa .....</b>	<b>24</b>
<b>3.2</b>	<b>Universo e amostra.....</b>	<b>24</b>
<b>3.3</b>	<b>Cálculo dos Múltiplos.....</b>	<b>25</b>
3.3.1	Cálculo do Índice P/L .....	25
3.3.2	Cálculo do Índice EV/EBITDA.....	26
3.3.3	Cálculo do Índice EV/GMV .....	26
3.3.4	Cálculo do Índice P/VPA.....	26
3.3.5	Cálculo do Índice ROE.....	27
3.3.6	Cálculo do Índice Dividend Yield .....	27
<b>4</b>	<b>ANÁLISE E RESULTADOS .....</b>	<b>28</b>
<b>4.1</b>	<b>Resultado do Índice P/L .....</b>	<b>28</b>
<b>4.2</b>	<b>Resultado do Índice EV/EBITDA.....</b>	<b>28</b>

4.3	Resultado do Índice EV/GMV .....	29
4.4	Resultado do Índice P/VPA .....	30
4.5	Resultado do Índice ROE .....	30
4.6	Resultado do Índice <i>Dividend Yield</i> .....	31
5	CONCLUSÕES .....	32
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	33

## 1 INTRODUÇÃO

As ferramentas e técnicas usadas para avaliar empresas tem sido, há várias décadas, um tópico recorrente entre investidores. Atualmente, existe uma quantidade vasta de livros e artigos sobre esse tema tão interessante que converge as áreas de Administração, Contabilidade e Economia. Uma das principais referências que os investidores têm para embasar a sua decisão de comprar ou vender um ativo é o valor dele. O *Valuation*, ou a valorização de um ativo, serve justamente para estimar isso. Ele utiliza ferramentas diversas para chegar a uma estimativa e fazer com que a escolha dos investidores seja realizada de uma forma mais clara.

Serra e Wickert (2019, p. 05) fazem a seguinte ponderação sobre o mercado de capitais brasileiro:

Ao longo das últimas duas décadas e meia, tivemos a oportunidade de vivenciar a popularização do uso de ferramentas de avaliação de empresas no Brasil. Junto com o crescimento econômico do país e o desenvolvimento do mercado de capitais, observamos, neste período, uma enorme sofisticação e profissionalização das empresas que atuam no país. Anúncios de operações como fusões e aquisições, que anteriormente eram eventos ocasionais, passaram a ser frequentes nas páginas dos jornais de negócios.

Uma possível explicação para esse grande crescimento que vimos no país vem de Póvoa (2019), pois o autor diz que nas últimas duas décadas o mercado de capitais evoluiu de forma bastante intensa no Brasil. Avanços na regulação do mercado e governança corporativa foram os maiores destaques dessa evolução. A entrada de capital estrangeiro juntamente com a oferta de ações de companhias de diversos setores fez com que o instinto da ganância se voltasse para os pregões da B3, a bolsa de valores brasileira sediada em São Paulo.

No entanto, foi ao mesmo tempo frustrante constatar que, no Brasil, apenas 1,5 milhão de pessoas físicas estavam cadastradas na bolsa de valores no final de 2019, pois isso representava um pouco mais da metade dos investidores de criptomoedas, como o Bitcoin, que são ativos que, em comparação com as ações de empresas, começaram a existir há pouco tempo. (PÓVOA, 2019).

Neto (2014) está em sintonia com o que foi exposto pelos autores acima, pois afirmou que os temas *Valuation* e criação de valor começaram a ganhar mais importância no Brasil principalmente a partir da década de 1980, onde vimos um grande período de privatizações de empresas e abertura econômica. De acordo com o autor, a globalização demonstrou na prática que as empresas devem mostrar a sua

capacidade de gerar valor econômico para justificar sua existência econômica, algo que a teoria de Finanças sempre repetiu.

O fator mais relevante para os provedores de capital é o resultado que excede seu custo de oportunidade. Não basta apresentar somente o lucro contábil, o volume de vendas ou o tamanho dos ativos, pois um dos principais objetivos de qualquer empresa é maximizar a riqueza de seus acionistas. Esta nova realidade, catalisada pela a globalização dos mercados de capitais, trouxe parâmetros inéditos para a avaliação de empresas no Brasil, pois tornou o valor apurado mais confiável e próximo dos investidores (NETO, 2014).

Podemos constatar, a partir do que foi mencionado pelos autores, que o mercado de capitais brasileiro tem visto uma grande expansão e também tem sido reconhecido por investidores estrangeiros, como uma possível alternativa de investimento. Devido a isso, o uso de ferramentas como o *Valuation* para tomar decisões de investimento tem sido algo bem mais relevante e constantemente visto nas terras tupiniquins.

O principal objetivo do presente trabalho é analisar e comparar a empresa Magazine Luiza com mais quatro empresas do setor de varejo a partir de um *Valuation* por múltiplos, o qual também é conhecido como avaliação relativa, e averiguar se a empresa é uma opção de investimento viável frente as demais. Já os objetivos secundários são analisar o comportamento dos preços das ações das companhias ao longo do tempo, analisando se seus múltiplos recentes diferem das médias históricas.

Tendo isso em consideração, a justificativa dessa pesquisa é realizar a aplicação de um modelo teórico de avaliação de empresas, consolidado na literatura de finanças, em um caso prático, oferecendo embasamento para decisões de investimento entre as companhias analisadas.

À vista disso, é fundamental mencionar que as principais variáveis da pesquisa são os múltiplos, os quais são calculados utilizando diversas métricas fornecidas pelas empresas como, por exemplo, lucro líquido, EBTIDA, patrimônio líquido, valor de mercado, preço da ação, GMV, dividendos, fluxo de caixa, entre outros.

Com relação às fontes dos dados a serem utilizados para a análise, serão consultados os relatórios financeiros, os quais podem ser encontrados nas páginas de Relações com Investidores (RI) das respectivas empresas. Além disso, com o intuito de complementar a pesquisa, também será utilizada a base de dados da Economática.

É válido salientar que a limitação da metodologia da pesquisa leva em consideração fatores de preço, os quais são constantemente alterados no mercado de capitais. Sendo assim, é possível que as informações apresentadas se tornem desatualizadas com uma rapidez razoável. Além disso, os índices de preço não levam em consideração peculiaridades do negócio, de modo que não oferecem análises qualitativas da qualidade dos mesmos.

A análise de múltiplos só é relevante se existir um padrão de comparação, de forma que não oferece uma análise intrínseca do ativo.

A estrutura deste trabalho conta com esta primeira parte introdutória. O capítulo 2 irá abordar, a partir da visão de diferentes autores, o *Valuation*, a escolha do modelo de avaliação e as ferramentas selecionadas para realizá-la. Além disso, será apresentado um contexto geral do setor avaliado e as empresas escolhidas para o estudo de caso.

No capítulo 3, evidenciar-se-á a metodologia do presente estudo de caso e, com isso, o tipo de pesquisa, o universo, a amostra e a forma utilizada para coletar os dados usados nos cálculos dos índices.

A avaliação das empresas e a discussão sobre os resultados ocorrerá no capítulo 4, enquanto o capítulo 5 será reservado para as considerações finais.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Avaliação de empresas

A avaliação de empresas, é um tópico muito interessante e complexo da área de Administração. Ela tem evoluído ao longo do tempo com o surgimento de novas tecnologias e métodos. Uma das suas principais funções é ajudar gestores e investidores a tomarem decisões e, de acordo com Assaf Neto (1999), elas devem ser tomadas com o intuito de garantir a geração de valor para acionistas.

Em países emergentes, como o Brasil, a busca do valor intrínseco torna a avaliação de empresas mais desafiadora. Variáveis como interferência governamental, incertezas da economia, volatilidade das taxas de juros e aumento da competitividade tornam a avaliação mais difícil aos participantes desse ambiente empresarial e requerem julgamentos e premissas que atendam às particularidades de cada empresa e de cada ambiente empresarial em que está inserida (PEREIRO, 2002; ASSAF NETO, 2003 *apud* CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO, 2014).

Tendo as citações acima em consideração, as empresas emergentes que buscam e conseguem, em seus respectivos ambientes empresariais, formas de gerar valor a seus acionistas através das suas ofertas de produtos e serviços, se tornam, na visão do mercado, investimentos potenciais. Contudo, é necessário enfatizar que incertezas da economia e possíveis interferências governamentais podem ser grandes impeditivos para empresas que possuem esse objetivo.

Costa, Costa e Alvim (2011) relatam que:

Qualquer empresa, independentemente do setor e do tamanho, pode e deve ser avaliada. Isso é válido inclusive para as empresas iniciantes que podem ainda não gerar um fluxo de caixa relevante e até mesmo para empresas com dificuldades financeiras. Com a evolução da informática nas últimas duas décadas, os modelos foram ganhando muito em complexidade. No entanto, por melhor que seja o modelo utilizado, não se pode garantir que o valor obtido é com certeza (ou aproximadamente) o seu valor justo, pois não se pode comprovar que os resultados gerados na modelagem da empresa se aproximam dos resultados reais. Em outras palavras, a valoração de empresas depende da leitura das expectativas e por isso não pode ser considerada uma ciência exata, mas sim uma mistura de ciência e arte.

Sendo assim, é possível averiguar que, no estudo da avaliação de empresas, o valor de cada companhia tende a retratar a sua habilidade de identificar diferentes fontes de recursos e, a partir deles, ter a capacidade de gerar capital para seus acionistas ao prover produtos e serviços.

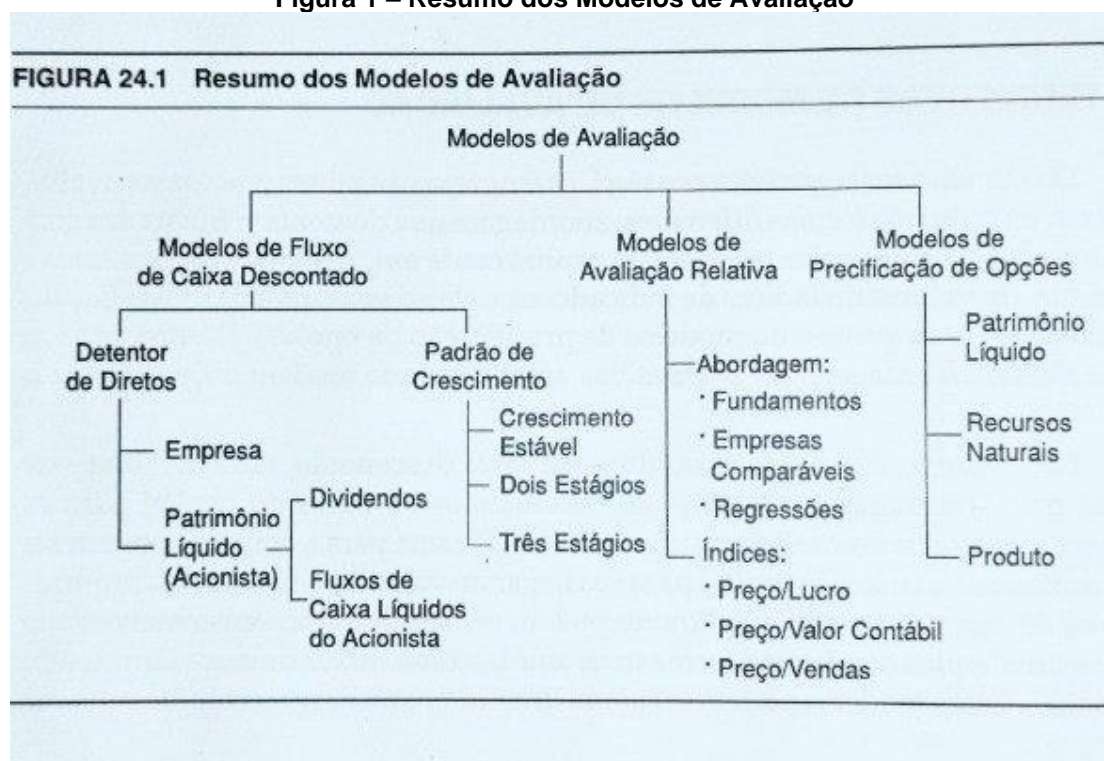
A ideia por trás da avaliação de uma empresa é mensurar um valor que seja totalmente condizente com o esperado dos exercícios futuros dela. Eles são, portanto,

obtidos a partir de uma projeção realista do negócio avaliado. Contudo, a avaliação de empresas não é considerada uma ciência exata, pois algumas informações necessárias para realizar as mensurações são controversas (ASSAF NETO, 2014).

A partir do que foi citado acima, é possível concluir que o universo de avaliação de empresas não é algo simples e por muitos pode ser até mesmo considerado uma arte.

Damodaran (1997, p. 616) mostra, conforme a Figura 1 as diferentes formas de avaliar uma empresa.

**Figura 1 – Resumo dos Modelos de Avaliação**



Fonte: Damodaran, 1997, p. 616.<sup>1</sup>

Para fins deste trabalho, se utilizará a avaliação por múltiplos de empresas comparáveis, uma avaliação relativa, como forma de analisar empresas como alternativa de investimento.

## 2.2 Valuation por Múltiplos ou Avaliação Relativa

De acordo com a figura acima proposta por Damodaran (1997), é possível

<sup>1</sup> DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**: Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 1. Ed. Brasil: Qualitymark, 1997.

averiguar que existem vários modelos de avaliação e que cada um desses modelos possui ramificações específicas. Isso acaba por tornar a escolha do modelo ainda mais complexa e as chances de o avaliador usar um que não seja adequado para a empresa avaliada acabam se tornando maiores.

Cada modelo enfatiza em uma área específica e atende melhor a um dado propósito.

Entre os vários modelos propostos, foi escolhido utilizar o da avaliação relativa, o qual compara a empresa analisada usando uma abordagem diferente dos outros modelos, ou seja, ele compara a empresa escolhida com outras organizações que sejam similares e do mesmo setor. Esse tipo de avaliação se difere dos outros modelos pois esses são intrínsecos e analisam as empresas sem compará-las com seus pares.

O modelo da avaliação relativa procura, a partir das suas ferramentas, estimar se a empresa avaliada está ou não com indicadores financeiros mais favoráveis que seus pares. A partir deles, conseguimos estimar a melhor oportunidade de compra dentre as empresas analisadas.

No entanto, é válido ressaltar que esse modelo de avaliação, assim como todos os outros, possui suas limitações e não existe um modelo que seja perfeito para todos os casos de análise possíveis. Cada empresa, em cada setor, tem características únicas e, por isso, não existe um modelo universal para analisá-las.

Damodaran (1997) explica que um modelo de avaliação relativa específico não servirá para todas as empresas e que devemos buscar o mais adequado para a organização que desejamos avaliar.

Para isso, ele estruturou a Tabela 1, a qual auxilia o avaliador a escolher o modelo que mais se adequa à organização que deseja analisar.



Tabela 1 - Características de empresa e seleção do modelo de avaliação relativa

TABELA 24.2 Características da Empresa e Seleção do Modelo de Avaliação Relativa					
Lucros		Número de Empresas Comparáveis	Avaliação do Mercado	Tipo de Negócio	Modelo Apropriado
Sinal	Nível				
Positivo	Normal	Muitas	Correto para o setor	Indiferente	PE/Empresas Comparáveis
Positivo	Normal	Poucas	Correto para o mercado	Indiferente	PE/Regressão
Positivo	Normal	Indiferente	Incorreto	Indiferente	PE/Fundamentos
Negativo	ou	Anormal	Muitas	Correto para o setor	Fabricação
Negativo	ou	Anormal	Poucas	Correto para o mercado	Fabricação
Negativo	ou	Anormal	Indiferente	Incorreto	Fabricação
Negativo	ou	Anormal	Muitas	Correto para o setor	Serviços
Negativo	ou	Anormal	Poucas	Correto para o mercado	Serviços
Negativo	ou	Anormal	Indiferente	Incorreto	Serviços

Fonte: Damodaran, 1997, p. 623.<sup>2</sup>

De acordo com a figura proposta acima por Damodaran (1997), o modelo PE/Empresas Comparáveis é o mais apropriado para a avaliação proposta nesta monografia, pois existe um grande número de empresas comparáveis com a Magazine Luiza S.A. e o tipo de negócio, varejo, se encaixa na categoria indiferente. Esse modelo faz uso de múltiplos como o P/L para realizar a comparação das empresas analisadas.

Apesar desse modelo ser proposto por Damodaran, devemos levar em consideração que a utilização de diferentes múltiplos pode enriquecer a avaliação a ser feita e, devido a isso, foram escolhidos outros índices que serão utilizados para realizar a comparação das empresas. Entre os escolhidos, existem alguns que são bastante usados para avaliar setor de varejo enquanto outros são citados por diferentes autores que abordam o tema do *Valuation*.

### 2.3 Índices a serem usados

<sup>2</sup> DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 1. Ed. Brasil: Qualitymark, 1997.

### 2.3.1 Preço / Lucro (P/L)

O índice de preço sobre o lucro líquido por ação é o índice mais famoso e mais usado entre os investidores que utilizam múltiplos para tomar decisões. Uma forma alternativa de calcular esse índice é dividir o Valor de Mercado da empresa pelo seu lucro líquido.

Damodaran (1997), diz que a simplicidade desse índice faz dele uma opção interessante para diversas aplicações como a fixação de preços de Ofertas Públicas Iniciais (OPIs) e a realização das análises de valor relativo. Ele explica que quanto menor for o índice, mais bem posicionada uma empresa estará diante dos seus pares.

Contudo, conforme o autor, muitos investidores usam esse índice de forma errada, pois os critérios da seleção das empresas a serem avaliadas são muitas vezes mal escolhidos.

Além disso, ele também menciona a possível existência de erros sistemáticos na avaliação de setores inteiros, o que levaria a uma precificação errada das ações e, conseqüentemente, à uma distorção no índice de preço sobre lucro.

A fórmula utilizada para calcular o indicador é a seguinte:

$\text{P/L} = \frac{\text{Preço da ação}}{\text{Lucro por ação}}$
---

### 2.3.2 *Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EV/EBTIDA)

Costa, Costa e Alvim (2011) relatam que o múltiplo EV/EBTIDA é um dos mais usados na atualidade para fazer avaliações relativas. Empresas que possuem um baixo valor nesse índice são consideradas subavaliadas em relação a outras empresas do mercado. Sendo assim, o critério utilizado para análise deste índice será buscar as empresas que apresentam o menor valor.

O índice EV/EBTIDA é mensurado usando o *Enterprise Value* (Valor da Empresa) e o EBTIDA, que significa *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização).

Sendo assim, a sua fórmula pode ser denominada por:

<b>EV/EBTIDA</b>	<b>=</b>	<b>Valor da Empresa</b>
		<b>Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização</b>

### 2.3.3 *Enterprise Value / Gross Merchandise Value (EV/GMV)*

O índice EV/GMV tem recentemente chamado atenção dos investidores e é muito usado para avaliar o setor de varejo. Para chegarmos nele devemos dividir o *Enterprise Value* (Valor da Empresa) pelo *Gross Merchandise Value* (Vendas Brutas).

Este índice, apesar de não ser tão usado quanto o anterior, começou a virar uma referência para empresas por justamente usar o GMV. Este último é uma métrica muito importante para empresas que lidam com varejo e, principalmente, com o modelo de *marketplace*. As empresas do setor de varejo a serem avaliadas neste trabalho incluem esse índice em suas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs).

<b>EV/GMV</b>	<b>=</b>	<b><i>Enterprise Value</i></b>
		<b><i>Gross Merchandise Value</i></b>

### 2.3.4 Preço / Valor Patrimonial por Ação (P/VPA)

De acordo com Costa, Costa e Alvim (2011), o valor contábil do patrimônio líquido é a diferença entre o ativo e o passivo exigível, o qual é determinado por critérios de contabilidade. As empresas que possuem a razão preço/valor contábil abaixo da média podem ser consideradas subavaliadas enquanto as que tem o P/VPA acima da média do setor podem ser consideradas superavaliadas.

É válido lembrar que o valor do ativo contábil não demonstra a sua capacidade de geração de caixa. Sendo assim, é possível que existam empresas com o P/VPA baixo por causa da baixa eficiência da empresa, mas isso não significa que ela está subavaliada (COSTA, COSTA E ALVIM, 2011).

O cálculo desse índice deve ser realizado utilizando o preço de mercado da ação atual sob a divisão do valor patrimonial por cada ação. Sendo assim, a sua

fórmula deve ser expressa da seguinte maneira:

$\text{P/VPA} = \frac{\text{Preço da ação}}{\text{Valor Patrimonial por ação}}$
---

É válido ressaltar que essa fórmula, assim como a do índice P/L, pode ser trocada por Valor de Mercado sobre o patrimônio líquido. Isso é possível pois, ao multiplicarmos a fórmula acima pelo número total de ações da empresa, teremos como o resultado os indicadores da fórmula alternativa.

### 2.3.5 *Return of Equity* (ROE)

O índice de *Return Of Equity*, também conhecido como Retorno sobre Patrimônio Líquido, serve para mensurar a capacidade de empresa de gerar lucro a partir dos seus recursos. Quanto maior for o valor do índice, mais a empresa foi capaz de gerar lucros com seus recursos. Sendo assim, devemos seguir o critério de valor maior na análise desse índice.

Para realizar o cálculo do ROE, devemos buscar o lucro líquido da empresa nos últimos 12 meses e dividi-lo pelo seu patrimônio líquido. A sua fórmula final, portanto, é demonstrada dessa forma:

$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
---

### 2.3.6 *Dividend Yield*

O índice de *Dividend Yield*, ou rendimento dos dividendos, serve para relacionar os dividendos pagos por uma empresa com o seu preço. A partir dessa relação, é possível realizar uma estimação de quanto tempo levará para a empresa para retornar o capital investido pelo acionista em cada ação. Tendo isso em vista, quanto maior o valor do índice, mais a empresa foi capaz de retornar o investimento nas ações aos seus acionistas sobre a forma de dividendos, ou seja, quanto maior o índice, maior o retorno aos seus acionistas.

Segundo Damodaran (1997), os investidores têm utilizado os rendimentos dos dividendos das ações na elaboração de estratégias de investimento e um índice alto representa, em diferentes mercados, um indicador confiável de sucesso. A fórmula deste índice é expressada da seguinte maneira:

$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Lucro por ação}}{\text{Preço da ação}}$
--

## 2.4 Contexto geral do setor de varejo

Varejo é a venda ou comercialização de produtos e serviços em pequenas quantidades. Esse setor é fundamental para fazer com que o consumidor final tenha fácil acesso a produtos e serviços. No Brasil, o setor de varejo tem um papel fundamental e algo que mostra isso com clareza é a existência de mais de 4,8 milhões de estabelecimentos no país que trabalham nessa área (MERCADO & CONSUMO, 2019).

No Brasil, há muitas empresas de grande porte que deixam o mercado bastante concorrido e acabam por fornecer uma boa variedade de opções para os consumidores. Atualmente, devido à pandemia da COVID-19, os estabelecimentos físicos acabaram sofrendo bastante, mas empresas que também focam em *e-commerce*, como a Magazine Luiza e a Lojas Americanas, viram uma grande demanda por parte dos consumidores que, por não quererem sair de casa, recorreram à modalidade online para realizarem compras.

De acordo com o artigo da Agência O Globo (2020), a Associação Brasileira de Comércio Eletrônico (ABCOMM) estimou que, desde o início a pandemia, o setor de *e-commerce* ganhou pelo menos mais de 4 milhões de clientes novos e que esses devem ser mantidos no longo prazo. Ao serem obrigados a fecharem as portas devido ao coronavírus, os varejistas brasileiros aumentaram sua presença no comércio eletrônico em poucas semanas e começaram a usar as soluções de grandes empresas do setor. Os chamados *marketplaces*, oferecidos por empresas como a Magazine Luiza, Americanas, Submarino e Amazon, foram uma das soluções escolhidas pelos pequenos comerciantes e empresas para lidar com a escassez de clientes em suas lojas físicas.

#### 2.4.1 Empresas analisadas

Para este estudo de caso, irei analisar as 5 empresas do setor de varejo que integram o índice Bovespa, o principal índice da B3, a bolsa de valores brasileira. Além disso, para fins de comparabilidade, foram escolhidas empresas que também operam como *marketplace*, isto é, provendo plataformas para que outros varejistas efetuem vendas online. O trabalho será focado, principalmente, na Magazine Luiza, uma das empresas mais renomadas do setor. Ela será avaliada e comparada com mais quatro empresas varejistas famosas presentes no índice: Lojas Americanas, Via Varejo, B2W Digital e Grupo Pão de Açúcar.

##### 2.4.1.1 Magazine Luiza

De acordo com sua página de Relações com Investidores, a Magazine Luiza S.A. foi fundada em 1957 na cidade de Franca, no Estado de São Paulo. A empresa passou vários anos se expandindo pelo país e durante esse percurso realizou a aquisição de várias empresas. Ela levou 43 anos para chegar na marca de 1 bilhão de reais de faturamento com as suas lojas físicas e 10 anos para chegar na mesma marca com as suas atividades de *e-commerce* (MAGAZINE LUIZA, 2021).

A rede, que atualmente possui mais de 1113 lojas físicas e está presente em todos Estados brasileiros, começou um novo ciclo em 2019 ao se posicionar também como uma plataforma digital de varejo (*marketplace*), a qual visa criar um ecossistema para que vários negócios de diferentes portes possam participar do universo de *e-commerce* brasileiro. Cinco são os pilares que sustentam esse novo ciclo: crescimento exponencial, entregas mais rápidas, *superapp*, oferta de produtos de diferentes categorias através do seu *marketplace* e o Magalu ao seu Serviço, que também pode ser chamado de *Magalu as a Service* (MAGAZINE LUIZA, 2021).

##### 2.4.1.2 Lojas Americanas

A Lojas Americanas S.A., de acordo com sua página de Relações com Investidores, foi fundada em 1929 na cidade de Niterói, no Estado do Rio de Janeiro por 4 norte-americanos: John Lee, Glen Matson, James Marshall e BatsonBorger (AMERICANAS, 2021).

Durante as décadas após a sua criação, a empresa não viu um crescimento bastante expressivo, mas isso começou a mudar após a década de 80 e principalmente em 1999, quando foi criada a Americanas.com, uma de suas subsidiárias. Essa última é um dos principais nomes do *e-commerce* brasileiro e foi decisiva para o crescimento da Americanas durante as últimas duas décadas. Hoje a empresa possui mais de 1700 lojas físicas espalhadas por todo o Brasil e conta com 4 centros de distribuição para atendê-las (AMERICANAS, 2021).

#### 2.4.1.3 Via Varejo

Na página de Relações com Investidores da Via Varejo S.A., é afirmado a companhia tem suas raízes nos anos 50, pois foi nessa época que surgiram algumas das marcas mais famosas que ela controla atualmente, a Casas Bahia e a Pontofrio. Antigamente conhecida como Globex Utilidades S.A. (a empresa trocou sua razão social em 2012), a Via Varejo S.A. também controla outras marcas famosas como o Extra.com.br, uma grande plataforma de *e-commerce* brasileiro e a primeira no Brasil a trabalhar com o modelo de *marketplace* em 2013 – e a Bartira, que é reconhecida como a maior fábrica de móveis do Brasil e da América Latina. Atualmente, suas subsidiárias administram 1044 lojas físicas espalhas por 22 Estados do país (VIA VAREJO, 2021).

#### 2.4.1.4 B2W Digital

O site da B2W Digital de Relações com Investidores (2021) informa que a B2W Companhia Digital S.A. foi criada em 2006 a partir da fusão da Americanas.com e Submarino, duas das principais marcas de comércio eletrônico no Brasil. No ano seguinte, ela incorporou a Shoptime, que também possui uma grande relevância no mercado de *e-commerce*.

Na década subsequente, a B2W Digital passou por vários aumentos de capital e investiu bastante no desenvolvimento das suas plataformas de *e-commerce*. Ela fez a aquisição da transportadora Direct e focou também no melhoramento da sua logística. Durante esse período, ela também lançou o site SouBarato, adicionando assim mais uma marca de *e-commerce* sob a sua administração. Ela também investiu em seu *app* de pagamentos, o AME Digital, o qual é aceito em suas plataformas. Para

alavancar ainda mais os seus negócios, a B2W Digital começou recentemente a fazer parcerias estratégicas com supermercados, bancos e empresas do setor de pagamentos. Com várias marcas sob seu comando e crescendo ano após ano, atualmente como uma das maiores varejistas do Brasil (B2W DIGITAL, 2021).

#### 2.4.1.5 Grupo Pão de Açúcar

De acordo com GPARI (2021), o Grupo Pão de Açúcar, que opera sob a razão social de Companhia Brasileira de Distribuição S.A., foi criado em 1948 quando a primeira loja da empresa foi criada. Duas décadas depois, a rede já estava com mais de 60 lojas espalhadas por 17 cidades do país. Ao longo da sua história, a empresa adquiriu e criou novas marcas. Entre elas, se destacam algumas bastantes famosas como o Extra, Assaí Atacadista, Sendas, ABC e James Delivery.

Atualmente, o grupo administra mais de 1054 lojas espalhadas por mais de 22 Estados, além de trabalhar com o comércio eletrônico através de sites como Extra.com.br, o qual vende produtos de diversas categorias. A empresa está, assim como suas concorrentes, investindo bastante na modalidade de *e-commerce* e a demanda por compras online em páginas das suas marcas tem crescido bastante após o início da pandemia do coronavírus (GPARI, 2021).



### **3 METODOLOGIA**

O presente capítulo irá apresentar o tipo de pesquisa, o universo e a amostra utilizada. Para realizar a análise e a forma como serão montados os cálculos dos múltiplos, com o intuito de coletar informações, foram consultadas as fontes de dados descritas abaixo.

#### **3.1 Tipo de pesquisa**

A classificação do tipo de pesquisa é separada em duas partes: quanto aos meios e quanto aos fins. A pesquisa deste trabalho é, em relação aos seus meios, bibliográfica e um estudo de caso. Por ser necessário buscar em fontes públicas e diversas o material a ser utilizado, ela se encaixa como bibliográfica.

Para atingir os objetivos apresentados optou-se pela adoção da estratégia do estudo de caso como metodologia de pesquisa e, segundo Yin (2001), o estudo de caso é mais uma das diferentes formas de realizar uma pesquisa no âmbito das ciências sociais. A pesquisa é um estudo de caso de abordagem quantitativa que tem como proposta analisar e comparar um conjunto de empresas do setor de varejo de forma detalhada.

No que tange os fins da pesquisa, podemos classificá-la como explicativa, pois ela visa justificar, através da teoria de avaliação de investimentos, se existe ou não a recomendação de compra de uma das empresas analisadas levando em consideração a comparação feita entre elas.

#### **3.2 Universo e amostra**

O universo da pesquisa abrange as empresas do setor de varejo brasileiro. Cinco das principais empresas do setor foram escolhidas para realizar a avaliação proposta, conforme já mencionadas.

A amostra da pesquisa está restringida a empresas de varejo listadas no índice Bovespa (principal índice da B3, a bolsa de valores brasileira) que também atuam como *marketplace*, conforme apresenta a Tabela 2.

Tabela 2 - Empresas Analisadas e seus códigos

EMPRESAS ANALISADAS	Código (Bovespa)
Magazine Luiza	MGLU3
Lojas Americanas	LAME3 e LAME4
Via Varejo	VVAR3 e VVAR4
B2W Digital	BTOW3
Grupo Pão de Açúcar	PCAR3 e PCAR 4

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos da B3, 2021.<sup>3</sup>

Os dados utilizados no presente estudo de caso foram extraídos de duas fontes. A primeira delas é a base de dados da Economática, uma plataforma com ferramentas avançadas e de alta performance para criar relatórios e análises de empresas e do mercado de capitais como um todo.

A segunda fonte a ser utilizada são as páginas de Relações com Investidores das empresas, as quais oferecem Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) e outros relatórios financeiros dos anos a serem analisados.

### 3.3 Cálculo dos Múltiplos

Os cálculos serão realizados retirando-se as informações contábeis e as informações de preço de mercado, relativas às companhias, da plataforma de dados financeiros/econômicos Economática. Os dados que, por ventura, não estiverem disponíveis na base de dados da Economática serão consultados diretamente através dos relatórios financeiros disponibilizados pelas empresas em suas páginas de Relações com Investidores. O período a ser analisado da pesquisa abrange os exercícios financeiros de 2017, 2018 e 2019.

#### 3.3.1 Cálculo do Índice P/L

O índice P/L será calculado utilizando as informações presentes na base de dados da Economática. A divisão do preço das ações pelo lucro líquido por ação pode

<sup>3</sup> B3. **Índice bovespa:** Ibovespa. 2021. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm). Acesso em: 01 fev. 2021.

ser trocada, conforme citado no capítulo 2, pelo o cálculo do Valor de Mercado da empresa sobre seu lucro líquido.

As empresas Lojas Americanas, Via Varejo e Grupo Pão de Açúcar possuem ações ordinárias e preferenciais, porém a Via Varejo descontinuou a categoria de ações preferenciais no final de 2018 e todas as ações foram convertidas para a categoria ordinária. Tendo essas questões em vista, é válido ressaltar que o cálculo do índice P/L dessas empresas deveria ser realizado utilizando uma média ponderada dos índices P/L das ações de cada categoria, levando em consideração a quantidade disponível delas em cada período. Contudo, os indicadores de Valor de Mercado e lucro líquido, apresentados na base de dados da Economática, unificam esse valor, assim dizendo, já consideram o número total das ações de cada categoria em cada exercício financeiro analisado.

### 3.3.2 Cálculo do Índice EV/EBITDA

As informações para realizar o cálculo do índice EV/EBITDA são oriundas da base de dados da Economática. Ela disponibiliza o *Enterprise Value* e o EBITDA de todos os anos analisados na sua plataforma. Serão utilizados os dados de cada exercício financeiro a ser avaliado para realizar o cálculo final deste múltiplo. A fórmula que corresponde ao cálculo foi citada no capítulo 2 do presente trabalho.

### 3.3.3 Cálculo do Índice EV/GMV

O índice EV/GMV usará as informações da base de dados da Economática e os relatórios financeiros disponibilizados pelas empresas em suas respectivas páginas de Relação com Investidores.

O *Enterprise Value* de cada exercício financeiro a ser analisado será consultado na base de dados da Economática enquanto o *Gross Merchandise Value* será conferido nos relatórios financeiros de cada empresa.

### 3.3.4 Cálculo do Índice P/VPA

Para calcular o índice P/VPA, ocorrerá a utilização apenas da base de dados da Economática. Como mencionado no capítulo 2, é possível realizar o cálculo desse

índice usando o Valor de Mercado da empresa sobre o patrimônio líquido e esses dois indicadores serão consultados na base de dados da Economática levando em consideração os exercícios financeiros a serem analisados. Deve ser levado em conta que as empresas Lojas Americanas, Via Varejo e Grupo Pão de Açúcar possuem ações ordinárias e preferenciais. A Economática disponibiliza os indicadores da fórmula já consolidados e considerando o número total de ações disponíveis das empresas analisadas.

### 3.3.5 Cálculo do Índice ROE

O cálculo do índice ROE será realizado utilizando o lucro líquido, retirado da base de dados da Economática, de cada exercício financeiro analisado.

O Valor Patrimonial será consultado na mesma fonte levando em consideração os exercícios financeiros anteriores, pois o objetivo do ROE é mensurar a capacidade de a empresa gerar de lucro tendo em conta o patrimônio líquido investido no início de cada período. A fórmula a ser utilizada para o cálculo foi mencionada no capítulo 2 deste trabalho.

### 3.3.6 Cálculo do Índice *Dividend Yield*

O cálculo do *Dividend Yield* irá considerar os lucros diluídos por ação consolidados no final de cada exercício financeiro e o preço por ação do início dele. Os indicadores serão consultados, respectivamente nas DFPs das empresas e na base de dados da Economática. O cálculo deste índice irá considerar a fórmula citada no capítulo 2 do presente trabalho, porém uma média ponderada usando o número de ações em circulação será feita para empresas que possuem mais de uma categoria de ação. É válido ressaltar que os dividendos pagos para ações preferenciais podem ser maiores que os pagos para as ordinárias e isso não aparecerá no resultado do índice, pois ambas serão unificadas como descrito previamente.

## 4 ANÁLISE E RESULTADOS

O presente capítulo apresentará os resultados dos cálculos mencionados no capítulo anterior. Serão apresentadas abaixo as evoluções de cada múltiplo por cada empresa, levando em conta os exercícios financeiros analisados. As tabelas incluem a média de cada empresa nos três períodos e a média anual das empresas analisadas. Essas médias servirão como auxílio na comparação da amostra avaliada. Os resultados negativos que relacionam lucratividade com valor da companhia serão desconsiderados, pois não há sentido em se falar em preço pago por prejuízo da companhia. Assim, o único valor negativo considerado foi do índice ROE.

### 4.1 Resultado do Índice P/L

**Tabela 3 - Resultado do Índice P/L**

Preço/Lucro	2017	2018	2019	Média da empresa
MGLU3	38.97	57.08	83.80	59.95
LAME3 e LAME4	105.53	76.13	54.75	78.80
VVAR3 e VVAR4	54.06	-	-	54.06
BTOW3	-	-	-	-
PCAR3 e PCAR4	33.95	18.10	29.86	27.30
Média anual	58.13	50.44	56.14	54.90

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos da Economática, 2021.<sup>4</sup>

Pela análise do índice P/L, foi possível identificar que a Magazine Luiza negociava, em 2019, um múltiplo (83,80) superior à sua média histórica trienal (59,95) e à média histórica trienal da amostra (54,90). Analisando por esse critério, a companhia preferível à Magazine Luiza seria o Grupo Pão de Açúcar, pois, mesmo possuindo um múltiplo acima do valor médio do período analisado, ainda obteve o menor P/L de todas as companhias analisadas no ano de 2019 (29,86).

### 4.2 Resultado do Índice EV/EBITDA

<sup>4</sup> ECONOMÁTICA. **Quem tem informações mais profundas, enxerga melhor os cenários e decide melhor.** 2021. Disponível em: <https://rdpviaweb-2-eco-web.economatica.com/bt/ecoCloud.html?lang=en>. Acesso em: 03 fev. 2021.

Tabela 4 - Resultado do Índice EV/EBITDA

EV/EBITDA	2017	2018	2019	Média da empresa
MGLU3	15.08	26.94	41.31	27.78
LAME3 e LAME4	12.47	13.52	13.80	13.27
VVAR3 e VVAR4	10.18	9.30	-	9.74
BTOW3	19.95	50.99	52.43	41.12
PCAR3 e PCAR4	11.69	8.35	9.20	9.75
Média anual	13.88	21.82	29.18	21.63

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos da Economática, 2021.<sup>5</sup>

Utilizando esse índice como base, a companhia que deveria ser escolhida é o Grupo Pão de Açúcar pois apresentou o menor EV/EBITDA em 2019 (9,20), além desse valor estar abaixo da média histórica trienal da companhia. A Magazine Luiza em 2019 estava com um resultado mais de 4 vezes acima (41,31) e, dessa forma, entendemos que ela está sobreavaliada em relação à Lojas Americanas (13,80) e ao Grupo Pão de Açúcar.

#### 4.3 Resultado do Índice EV/GMV

Tabela 5 - Resultado do Índice EV/GMV

EV/GMV	2017	2018	2019	Média da empresa
MGLU3	1.09	1.78	3.01	1.96
LAME3 e LAME4	1.43	1.29	1.47	1.40
VVAR3 e VVAR4	0.47	0.20	0.61	0.43
BTOW3	0.98	1.40	1.75	1.38
PCAR3 e PCAR4	0.57	0.48	0.53	0.52
Média anual	0.91	1.03	1.47	1.14

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos da Economática, 2021.<sup>6</sup>

A opção escolhida por esse critério deveria ser a Via Varejo ou o Grupo Pão de Açúcar. Este último negociava em 2019 a um múltiplo de 0,53 – o menor da amostra analisada –, além de estar próximo do valor de sua média histórica.

A Magazine Luiza, entretanto, possui uma média histórica de 1,96 e no último exercício financeiro analisado o valor deste múltiplo foi de 3,01. Ela foi a empresa mais “cara” neste quesito.

<sup>5</sup> ECONOMÁTICA. **Quem tem informações mais profundas, enxerga melhor os cenários e decide melhor.** 2021. Disponível em: <https://rdpviaweb-2-eco-web.economatica.com/bt/ecoCloud.html?lang=en>. Acesso em: 03 fev. 2021.

<sup>6</sup> Ibidem, p. 29.

#### 4.4 Resultado do Índice P/VPA

Tabela 6 - Resultado do Índice P/VPA

P/VPA	2017	2018	2019	Média da empresa
MGLU3	7.31	14.81	10.21	10.78
LAME3 e LAME4	5.43	5.88	7.46	6.26
VVAR3 e VVAR4	3.56	2.25	25.10	10.31
BTOW3	2.38	5.43	5.74	4.52
PCAR3 e PCAR4	2.03	1.95	2.16	2.05
Média anual	4.14	6.06	10.13	6.78

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos da Economática, 2021.<sup>7</sup>

Pela análise exclusiva desse índice, a empresa que deveria ser escolhida seria o Grupo Pão de Açúcar, pois possui o menor ágio em relação ao seu valor patrimonial por ação que as demais, em 2019. A média do múltiplo é mais baixa que o valor atual, indicando que a ação já esteve mais descontada que na atualidade. A Magazine Luiza teve um índice superior ao do Grupo Pão de Açúcar e, portanto, não é a melhor opção de escolha deste resultado.

#### 4.5 Resultado do Índice ROE

Tabela 7 - Resultado do Índice ROE

ROE	2017	2018	2019	Média da empresa
MGLU3	62.6%	28.8%	40.0%	43.8%
LAME3 E LAME4	11.9%	8.2%	14.3%	11.5%
VVAR3 e VVAR4	6.9%	-9.0%	-56.8%	-19.6%
BTOW3	-13.4%	-10.2%	-9.0%	-10.8%
PCAR3 e PCAR4	6.3%	11.5%	7.1%	8.3%
Média anual	14.9%	5.9%	-0.9%	6.6%

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos da Economática, 2021.<sup>8</sup>

Na análise do ROE, a Magazine Luiza seria a companhia escolhida como opção de investimento, pois possui o retorno sobre patrimônio líquido muito superior à média da amostra em todos os anos analisados. Isso ficou bastante evidente em 2019, pois o seu ROE teve o valor de 40.0% enquanto a média das outras empresas foi negativa,

<sup>7</sup> ECONOMÁTICA. **Quem tem informações mais profundas, enxerga melhor os cenários e decide melhor.** 2021. Disponível em: <https://rdpviaweb-2-eco-web.economatica.com/bt/ecoCloud.html?lang=en>. Acesso em: 03 fev. 2021.

<sup>8</sup> Ibidem, p. 30.

isto é, um sinal de que as empresa possivelmente possui vantagem competitiva frente às demais.

#### 4.6 Resultado do Índice *Dividend Yield*

Tabela 8 - Resultado do Dividend Yield

Dividend Yield	2017	2018	2019	Média da empresa
MGLU3	2.16%	3.96%	0.30%	2.14%
LAME3 e LAME4	1.06%	0.15%	2.40%	1.20%
VVAR3 e VVAR4	3.90%	-	-	-
BTOW3	-	-	-	-
PCAR3 e PCAR4	3.30%	5.60%	3.40%	4.10%
Média anual	2.61%	3.24%	2.03%	2.62%

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos da Economática, 2021.<sup>9</sup>

Analisando as companhias pela ótica do *Dividend Yield*, o Grupo Pão de Açúcar deveria ser a empresa escolhida pelo investidor, pois ela distribuiu mais dividendos em todos os anos analisados, tendo sua média de distribuição (4,1%) sido consideravelmente superior à média da amostra. A Magazine Luiza, por outro lado, ficou abaixo da média em 2019 e, portanto, não é a melhor escolha de acordo com o resultado deste índice.

<sup>9</sup> ECONOMÁTICA. **Quem tem informações mais profundas, enxerga melhor os cenários e decide melhor.** 2021. Disponível em: <https://rdpviaweb-2-eco-web.economatica.com/bt/ecoCloud.html?lang=en>. Acesso em: 03 fev. 2021.



## 5 CONCLUSÕES

Este trabalho visou realizar a avaliação de empresas do setor de varejo através do método de *Valuation* por múltiplos. Em função dos resultados encontrados, percebe-se que a companhia Magazine Luiza, a principal empresa analisada, é negociada a múltiplos mais caros que as outras opções avaliadas. Pelo fato de a companhia possuir um índice ROE superior, isso pode ser entendido como um prêmio que o mercado está disposto a pagar pelo crescimento futuro da empresa, o que se reflete nos múltiplos maiores.

Ao analisar as outras companhias mencionadas nesse estudo, chegou-se à conclusão de que o Grupo Pão de Açúcar é a companhia que se destacou positivamente em quase todas as análises de múltiplos, como a melhor opção disponível dentre às demais. A Tabela 9 ilustra como deveriam ser feitas as escolhas das empresas analisadas com base nos resultados de cada múltiplo.

**Tabela 9 - Resumo das Opções**

Múltiplo Analisado	Melhor Opção pelo Critério
P/L	Grupo Pão de Açúcar
EV/EBITDA	Grupo Pão de Açúcar
EV/GMV	Grupo Pão de Açúcar
P/VPA	Grupo Pão de Açúcar
ROE	Magazine Luiza
<i>Dividend Yield</i>	Grupo Pão de Açúcar

Fonte: Autoria própria, 2021.

Em suma, salienta-se que as análises por múltiplos só são baseadas em dados passados, e podem não corresponder ao futuro da companhia e/ou as expectativas atuais do mercado sobre ela. Além disso, a análise por múltiplos não leva em conta fatores qualitativos das companhias, podendo indicar que uma companhia que passa por uma situação problemática, que leva a queda no preço de suas ações, é uma grande oportunidade de compra, o que nem sempre é verdade. Por isso, sugere-se que seja feita uma análise mais qualitativa das companhias analisadas em futuros trabalhos, para enriquecer a análise das mesmas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA O GLOBO. **Comércio eletrônico ganha quatro milhões de novos clientes na pandemia e acentua crise do varejo físico.** 2020. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Economia/noticia/2020/05/comercio-eletronico-ganha-quatro-milhoes-de-novos-clientes-na-pandemia-e-acentua-crise-do-varejo-fisico.html>. Acesso em: 23 jan. 2021.

AMERICANAS. **Informações financeiras:** relatórios anuais e trimestrais. 2021. Disponível em: <https://ri.lasa.com.br/informacoes-financeiras/relatorios-anuais-trimestrais>. Acesso em: 08 fev. 2021.

AMERICANAS. **Relações com Investidores.** 2021. Disponível em: <https://ri.lasa.com.br/>. Acesso em: 27 jan. 2021.

ASSAF NETO, A. A contabilidade e a gestão baseada no valor. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC.** 1999.

ASSAF NETO, A. **Valuation:** métricas de valor e avaliação de empresas. São Paulo: Atlas, v. 20, 2014.

B2W DIGITAL. **Informações aos investidores.** 2021. Disponível em: <https://ri.b2w.digital/informacoes-aos-investidores/ian-itr-e-dfp>. Acesso em: 08 fev. 2021.

B2W DIGITAL. **Relações com Investidores.** 2021. Disponível em: <https://ri.b2w.digital/>. Acesso em: 26 jan. 2021.

B3. **Índice bovespa:** Ibovespa. 2021. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm). Acesso em: 01 fev. 2021.

COSTA, Luiz Guilherme; COSTA, Luiz Rodolfo; ALVIM, Marcelo. **Valuation:** Manual de Avaliação e Reestruturação Econômica de empresas. 2. Ed. Brasil: Atlas, 2011.

CUNHA, M.; MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 251- 266, 1 jun. 2014.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos:** Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 1. Ed. Brasil: Qualitymark, 1997.

ECONOMÁTICA. **Quem tem informações mais profundas, enxerga melhor os cenários e decide melhor.** 2021. Disponível em: <https://rdpviaweb-2-eco-web.economatica.com/bt/ecoCloud.html?lang=en>. Acesso em: 03 fev. 2021.

GPARI. **Relatórios anuais.** 2021. Disponível em: <http://www.gpari.com.br/informacoes-financeiras/relatorios-anuais/>. Acesso em: 08 fev. 2021.

GPARI. **Relações com Investidores**. 2021. Disponível em: <http://www.gpari.com.br/>. Acesso em: 27 jan. 2021.

MAGAZINE LUIZA. **Central de resultados**. 2021. Disponível em: <https://ri.magazineluiza.com.br/ListResultados/Central-de-Resultados?=-0WX0bwP76pYcZvx+vXUnvg==>. Acesso em: 08 fev. 2021.

MAGAZINE LUIZA. **Relações com Investidores**. 2021. Disponível em: <https://ri.magazineluiza.com.br/>. Acesso em: 27 jan. 2021.

MERCADO & CONSUMO. **4,8 milhões de negócios compõem o varejo brasileiro**. 2019. Disponível em: <https://mercadoeconsumo.com.br/2019/09/25/48-milhoes-de-negocios-compoem-o-varejo-brasileiro/>. Acesso em: 28 jan. 2021.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation como precificar ações**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2019.

SERRA, Ricardo; WICKERT, Michael. **Valuation: guia fundamental e modelagem em excel**. 4 Ed. São Paulo: Atlas, 2019.

VIA VAREJO. **Central de resultados**. 2021. Disponível em: <https://ri.viavarejo.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 08 fev. 2021.

VIA VAREJO. **Relações com Investidores**. 2021. Disponível em: <https://ri.viavarejo.com.br/>. Acesso em: 26 jan. 2021.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. 2. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.